

Der Preis der hohen Zinsen: die hohen Refinanzierungskosten einiger EU-Staaten belasten weit mehr als nur die Staatshaushalte

Jung, Carsten; Schwarzer, Daniela

Veröffentlichungsversion / Published Version

Arbeitspapier / working paper

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP)

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Jung, C., & Schwarzer, D. (2012). *Der Preis der hohen Zinsen: die hohen Refinanzierungskosten einiger EU-Staaten belasten weit mehr als nur die Staatshaushalte*. (SWP-Aktuell, 67/2012). Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik -SWP- Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-358970>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Der Preis der hohen Zinsen

Die hohen Refinanzierungskosten einiger Euro-Staaten belasten weit mehr als nur die Staatshaushalte

Daniela Schwarzer / Carsten Jung

Mit dem Krisenmanagement in der Eurozone soll unter anderem verhindert werden, dass die Regierungen zu hohe Zinsen auf Staatsanleihen zahlen müssen. Diesem Ziel dient das umstrittene Bondaufkaufprogramm OMT der Europäischen Zentralbank (EZB). Seit Auflage der ersten Hilfsprogramme 2010 wird immer wieder behauptet, dass ein Zinsniveau von über sechs Prozent für Länder wie Spanien und Italien noch erträglich sei. Der Marktdruck sei sogar gesund, weil er wichtige Reformen anstoße und dafür Sorge, dass Staatsdefizite abgebaut würden. Diese vermeintlichen Vorteile müssen gegen vier gefährliche Folgen hoher Zinsen auf Staatsanleihen abgewogen werden. Erstens erhöhen sie auch die Finanzierungskosten von Banken. Die dadurch bedingte Kapitalverknappung schadet, zweitens, der Realwirtschaft. Drittens wirken geldpolitische Maßnahmen bei solch hohen Zinsen von Land zu Land sehr unterschiedlich und fördern Divergenzen. Viertens können erhöhte Zinsen kurzfristig überzogene Sparmaßnahmen provozieren, die sowohl die Konjunktur wie die Steuereinnahmen beeinträchtigen. Aufgrund dieser Zusammenhänge und da hohe Zinsen einen Vertrauensverlust der Märkte reflektieren, ist eine Stabilisierung der Risikoprämien Voraussetzung für die Erholung der Eurozone. Dazu müssen auch die Regierungen beitragen.

Seit 2010 haben sich Investoren aus immer mehr Eurozonen-Ländern zurückgezogen. Dies nahm mit Griechenland seinen Anfang. Mitte 2010 folgten Irland und Portugal, später kam Spanien dazu. Mittlerweile ist auch Italien, die drittgrößte Volkswirtschaft der Eurozone, von massiven Kapitalabflüssen betroffen. Ende 2011 stiegen sogar die Risikoaufschläge auf Anleihen relativ finanzstarker Länder wie Belgien, Frankreich und Österreich (siehe Grafik 1, S. 2). Die anhaltend hohen Finanzierungskosten

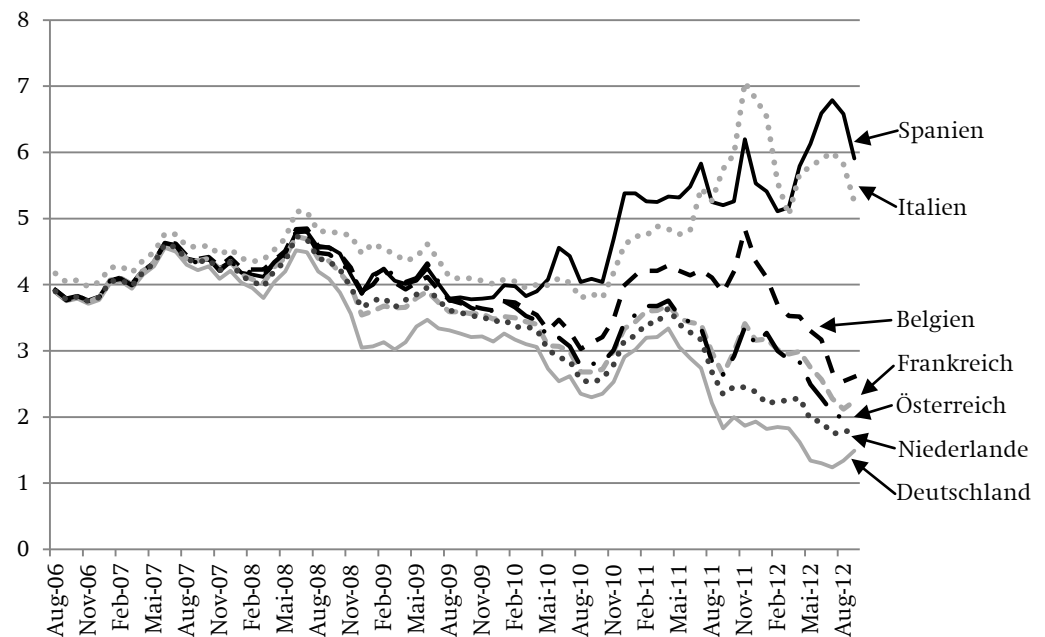
haben, jenseits der Belastung der Staatshaushalte, vielfältige negative Folgen.

Auswirkungen auf die Banken

Die enge Interdependenz zwischen Banken und Staatsverschuldung macht die Eurozone besonders fragil – vor allem solange es keine europäischen Mechanismen zur Überwindung von Bankenkrisen gibt. Hohe Refinanzierungskosten für Staaten erschweren es Banken, an Kapital zu kommen. In

Grafik 1

Zinsen auf Zehn-Jahres-Staatsanleihen in der Eurozone



Quelle: Europäische Zentralbank, Oktober 2012.

der Folge können sie die Realwirtschaft nur noch unzureichend mit Geld versorgen. Vier Mechanismen sind hierfür verantwortlich.

Erstens müssen Banken, die Staatsanleihen ihres Heimatlandes halten, Verluste hinnehmen, wenn diese Anleihen mit hohen Risikoaufschlägen belegt sind und somit an Wert verlieren. Dies belastet ihre Bilanzen. In einigen EU-Staaten ist der Anteil nationaler Anleihen in den Bankenportfolios im internationalen Vergleich überproportional hoch. Die Bankenstresstests im Jahr 2010 haben ergeben, dass der Anteil heimischer Staatsanleihen in den von der Krise betroffenen oder bedrohten Staaten besonders hoch war: in Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien – aber auch etwa in Deutschland und Finnland.

Die wechselseitige Abhängigkeit von Banken und heimischer Staatsverschuldung ist in der Krise größer geworden. Dies hat vor allem mit den Anreizstrukturen in der Währungsunion zu tun, die nicht zu-

gleich eine Bankenunion ist: Die Banken haben ein quasisymbiotisches Verhältnis zu ihrem Heimatstaat, da ihr Überleben von dessen Solvenz abhängt. Deswegen sind sie bereit, ihrer Regierung überproportional viel Geld zu leihen. Eine Bankenunion würde diesen nachteiligen Anreizstrukturen entgegenwirken.

Zweitens benötigen Banken Staatsanleihen als Sicherheit, um sich Geld am Markt zu leihen. Wenn die Staatsanleihen in ihren Portfolios an Wert verlieren, können sich Banken von anderen Geldinstituten entsprechend weniger Geld leihen.

Drittens stehen Banken bei der Verzinsung von am Markt begebenen eigenen Anleihen und bei der Verzinsung von Spareinlagen in Konkurrenz zu den hochverzinsten Staatsanleihen. Mit anderen Worten: Werden Staatsanleihen hoch verzinst, müssen die Banken mehr bieten, um frisches Geld zu bekommen.

Viertens wächst mit dem Ausfallrisiko für Staatsanleihen auch dasjenige für Banken. Da es in der Europäischen Wäh-

rungsunion bislang keine gemeinsame Einlagengarantie oder einen europäischen Bankenauffangfonds gibt, garantieren die jeweiligen Regierungen für ihre Banken. Wenn Staaten durch höhere Refinanzierungskosten in Schwierigkeiten geraten, nimmt ihre Fähigkeit ab, für die Sicherheit ihres Bankensystems zu garantieren, wie dies etwa die Bundesregierung 2008 und 2009 tun konnte.

Dementsprechend kann allein die als vermindert wahrgenommene Fähigkeit eines Staates, Banken zu stützen, die Kosten ihrer Refinanzierung in die Höhe treiben – auch wenn diese Banken selbst gar keine Staatsanleihen halten. Denn im momentanen System gilt: Wenn ein Staat pleitegeht, können die Banken nicht auf Sicherung der Spareinlagen hoffen.

Verhängnisvolle Verflechtung

Dies kann so weit gehen, dass Banken in Krisenstaaten trotz guter Ratings von den Märkten als Investitionsadresse mit hohen Kreditrisiken gesehen werden. So ist zu erklären, dass die Kreditausfallversicherungen (CDS) von Banken aus Krisenstaaten ungeachtet guter Ratings höher notierten als jene von Banken mit schlechteren Ratings aus Staaten, die nicht von der Verschuldungskrise betroffen waren.

Noch offenkundiger wird der Zusammenhang zwischen der Bonität von Staaten und Banken, wenn auf eine Herabstufung der Staatsanleihen eine Herabstufung der Banken des betroffenen Staates folgt. Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) war dies seit November 2009 bei 68 Prozent der Herabstufungen von Mitgliedstaaten der Fall. Sinkt das Rating von Banken, sind institutionelle Investoren wie etwa Rentenversicherungen verpflichtet, ihre Investitionen aus diesen Banken abzuziehen, da sie nur in erstklassige Anleihen investieren dürfen. Das erschwert den Kapitalzugang für diese Kreditinstitute zusätzlich.

Wie verhängnisvoll die Verflechtung von Banken und Staatsverschuldung für

die Banken ist, zeigt eine weitere Schätzung der BIZ. Demnach sind 50 Prozent der Unterschiede bei Finanzierungsbedingungen für Banken auf die Zinsen ihrer Heimatstaaten zurückzuführen. Besonders in Krisen, in denen die Finanzierungskosten für den Staat stark ansteigen, sind Banken nur noch in der Lage, rund 10 Prozent ihrer Finanzierungskosten durch eigene Unternehmensentscheidungen zu beeinflussen. In solch hohem Maße sind sie von der Gesundheit der Staatsfinanzen abhängig.

Folgen für die Realwirtschaft

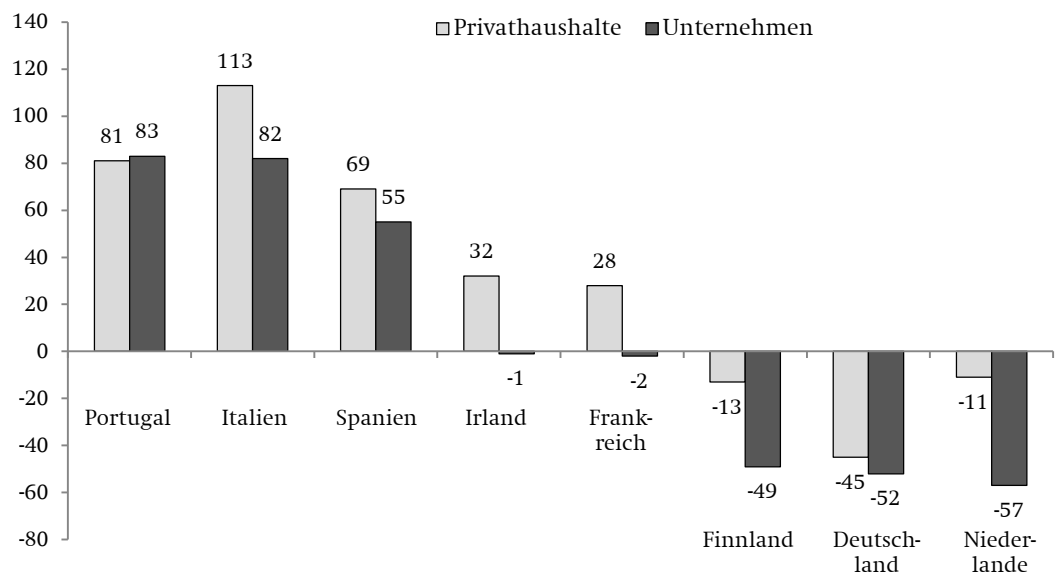
Alle vier Faktoren machen es den Banken schwer, sich in Zeiten hoher staatlicher Finanzierungskosten Kapital zu beschaffen und die Wirtschaft mit Krediten zu versorgen. Dies gilt insbesondere für Banken, die als Folge der Finanzkrise von 2007/2008 bereits unterkapitalisiert sind und im Zuge dessen ihr Kreditvolumen im Verhältnis zum Eigenkapital verringern (»deleveraging«).

Die Zinsen für Kredite an Unternehmen und private Haushalte steigen und spiegeln damit die Refinanzierungsbedingungen der Banken wider. Grafik 2 (S. 4) zeigt, wie stark sich die Finanzierungskosten für Unternehmen und Privathaushalte in Ländern mit hoher Staatsverzinsung verteuert und in Ländern mit historisch niedrigen Zinssätzen vergünstigt haben. Im schlimmsten Fall kommt es in Ländern mit hohen Zinsen auf Staatsanleihen zu einem sogenannten »credit crunch«. Arbeitskapital, das für alltägliche Transaktionen von Firmen unerlässlich ist, steht dann kaum noch zur Verfügung. Firmen sind in dieser Situation nur mehr in der Lage, ihre Zulieferer »in bar« zu bezahlen.

Die unzureichende Geldversorgung der Realwirtschaft hemmt kurzfristig das vor allem in den Krisenstaaten dringend benötigte Wirtschaftswachstum. Nach jüngsten Schätzungen des IWF von Oktober 2012 würden die verschlechterten Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft im Jahr 2013 ein um 4 Prozent geringeres Wirtschaftswachstum in den Krisenstaaten

Grafik 2

Veränderung der Zinskosten für Unternehmen und Privathaushalte zwischen Dezember 2010 und Juli 2012 (Basispunkte)



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Oktober 2012.

und 1,5 Prozent weniger Wachstum in den Kernländern der Eurozone verursachen. Nur eine Senkung der Zinsen auf Staatsanleihen sowie entschiedene Schritte in Richtung einer Banken- und Fiskalunion (s. u.) könnten diese Entwicklung umkehren.

Ein derartig negativer Einfluss auf das Wirtschaftswachstum kann die erwarteten positiven Effekte von Haushalts- und Strukturreformen neutralisieren. Rückwirkungen auch auf die deutsche Volkswirtschaft sind spürbar: indem etwa Zulieferbetriebe deutscher Unternehmen keine Kredite für den Materialeinkauf bekommen – mit der Folge, dass die Produktion gebremst wird.

Zu hohe Kapitalkosten für Unternehmen können auch mittelfristig schwerwiegende Nachteile haben. Unternehmen, die nur zu hohen Kosten Kredite aufnehmen können, halten Investitionen vor allem in Forschung und Entwicklung zurück. Damit schaden sie jedoch absehbar der eigenen Wettbewerbsfähigkeit.

Höhere Zinsen auf Staatsanleihen belasten also – vermittelt durch das Bankensystem – auch die Realwirtschaft. Selbst gut

geführte Banken und deren Kunden (Unternehmen wie Privathaushalte) können unverschuldet einen Finanzierungsnachteil haben, weil ihr Fiskus hohe Zinsen zahlen muss.

Probleme für die Geldpolitik

Vor allem in Krisen ist Geldpolitik ein sehr wichtiges Instrument, mit dem Zentralbanken die Kreditvergabe und darüber die wirtschaftliche Entwicklung anzukurbeln versuchen. Leitzinssenkungen im Abschwung machen Investitionen attraktiver – solange sie durch das Bankensystem in Form niedriger Kreditzinsen an die Realwirtschaft weitergegeben werden. Die stark ausgeprägten Divergenzen bei den Staatsfinanzierungskosten der Euroländer konterkarieren die Wirkung der europäischen Geldpolitik jedoch. Die Europäische Zentralbank zeigt in ihrem Monatsbericht vom September 2012 auf, dass sich seit Ende 2011 die Zinsweitergabe innerhalb der Eurozone in den einzelnen Staaten sehr unterschiedlich gestaltet. In einigen Staa-

ten stieg der Zins von Bankkrediten trotz Leitzinssenkungen an. Die Zinsen für Bankkredite reagieren in diesen Fällen nicht mehr auf eine Senkung des EZB-Leitzinses. Geldpolitische Entscheidungen können unter diesen Bedingungen keine angemessene Wirkung entfalten.

Dieses geldpolitische Problem der EZB hat realwirtschaftliche Folgen. In Ländern, die keine Verschuldungs- und Bankenkrise durchleben, sinken bei Leitzinssenkungen der EZB die Finanzierungskosten für Privatwirtschaft und Haushalte schneller als in Staaten, die von einer solchen Krise betroffen sind. In letzteren wirkt sich dies negativ auf Konsum und Investitionstätigkeit aus, so dass sich kurz- und mittelfristig Divergenzen im Euroraum verschärfen, die es in dieser Situation gerade abzubauen gilt.

Um diesem Problem entgegenzuwirken, hat die EZB das OMT-Programm (OMT steht für Outright Monetary Transactions) aufgelegt. Damit hat sie ihre Bereitschaft signalisiert, an den Sekundärmärkten Staatsanleihen von Eurozonen-Mitgliedstaaten aufzukaufen, die bereits ein Programm von Europäischer Finanzmarktstabilisierungsfazilität (EFSF)/Europäischem Stabilisierungsmechanismus (ESM) und Internationalem Währungsfonds (IWF) in Anspruch nehmen und in diesem Rahmen Reform- und Sparauflagen erfüllen.

Ziel des OMT-Programms ist es, die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen abzusenken, um die Geldpolitik in allen Eurozonen-Staaten wieder gleichermaßen zur Wirkung kommen zu lassen. Diese Form der Liquiditätshilfe ist ein wichtiges Instrument in der momentanen Krise, ersetzt allerdings weder notwendige Konsolidierungs- oder Reformmaßnahmen, noch kann sie bestehende Solvenzprobleme beheben.

Haushaltspolitische Folgen

Hohe Zinsen belasten den Haushalt direkt, auf zweierlei Art: Für Länder wie Italien sind es vor allem alte Schulden, die nun zu einem sehr hohen Preis refinanziert werden müssen. Für andere Staaten wie etwa

Spanien ist speziell die Finanzierung neuer Schulden – in diesem Fall aufgrund der tiefen Rezession und des Bankenrettungspakets – sehr teuer.

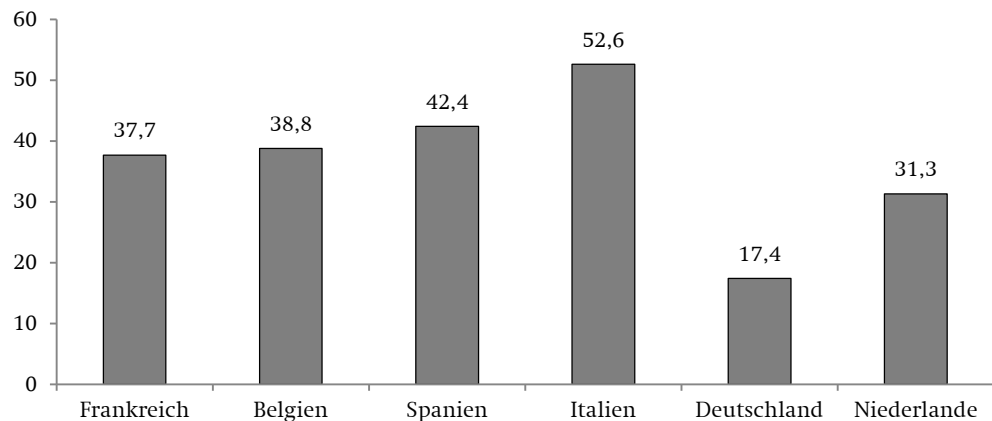
Sogar unter den vereinbarten strengen Sparauflagen für Euroländer werden in den nächsten zwei Jahren sehr große Summen refinanziert und neue Schulden aufgenommen werden müssen. In tiefen Rezessionen ist dies unvermeidlich, da weniger Steuern eingenommen werden. Laut IWF waren in OECD-Ländern in den letzten Jahren geringes Wachstum und hohe Zinsen auf Staatsanleihen für 50 Prozent des Anstiegs der Staatsverschuldung verantwortlich.

Selbst kleine Unterschiede in der Verzinsung haben entsprechend große Auswirkungen. Ein Prozent höhere Zinsen auf Staatsanleihen über die nächsten zwei Jahre würden unter Ceteris-paribus-Annahmen und nach eigenen Berechnungen folgendes bedeuten: Die italienischen Steuerzahler müssten 8,1 Milliarden Euro, die spanischen Steuerzahler 4,87 Milliarden Euro mehr aufbringen.

Eine entschiedene Sparpolitik ist nötig. Diese sollte aber nicht zu schnell implementiert werden, da allzu abrupte Einschnitte den wirtschaftlichen Aufschwung abwürgen, bevor er überhaupt einsetzen kann. Haushaltskonsolidierung und Abbau von Schulden sind ein Marathon, kein Sprint. Konsolidierungen funktionieren vor allem im Kontext von Aufschwüngen, nicht aber in Rezessionen. Im günstigsten Fall unterstützt der Staat mit einer antizyklischen Fiskalpolitik die Wirtschaft in Rezessionen und spart in Aufschwüngen. Dies haben etwa Spanien und Irland bis 2008 auf vorbildliche Weise getan und ihre Schulden dadurch massiv abgebaut. Im Gegensatz dazu senken manche Regierungen nun jedoch – in Folge höherer Finanzierungskosten – ihr Defizit schneller, als dies ökonomisch sinnvoll wäre. Der Druck hoher Zinsen auf Staatsanleihen verteuert somit eine sinnvolle Stabilisierungspolitik. Übermäßiges Sparen im Abschwung belastet die Konjunktur zusätzlich, und dies zum schlechtestmöglichen Zeitpunkt.

Grafik 3

Zu refinanzierende Schulden plus Defizit, 2012 und 2013 (in Prozent des BIP)



Quelle: Internationaler Währungsfonds, *Fiscal Monitor*, April 2012.

Niedrigere Zinsen im Abschwung würden es leichter machen, die Wirtschaft zu stabilisieren sowie einen starken Einbruch der Wirtschaftsleistung und einen Rückgang der Steuereinnahmen zu verhindern. Dadurch würde die Voraussetzung dafür geschaffen, während eines folgenden Aufschwungs das Defizit und den Schuldenstand zum »richtigen Zeitpunkt« zu reduzieren.

Kein Indikator für Reformunwillen

Kritiker wenden oft ein, dass – selbst wenn die oben genannten Aspekte durchaus zuträfen – hohe Zinsen ein wichtiges Anzeichen für mangelnden Reformwillen sind. In der momentanen Krise finden sich für diese Annahme allerdings erstaunlich wenig Belege. Irland und Portugal etwa haben die Vorgaben der Troika (EU-Kommission, EZB, IWF) eingehalten, wie die Länderberichte des IWF attestieren (siehe die Zusammenstellung in der Tabelle, S. 7). Trotzdem haben sich die Märkte nicht in dem Maße beruhigt, wie die Troika dies erwartet hatte. Entweder waren also die Reformforderungen der Troika nicht zielführend oder die Zinsunterschiede (Spreads) sind kein guter Indikator für deren Umsetzung. Jedenfalls scheint es nicht gerechtfertigt, Marktzinsen als Maßstab für die Bewertung

von Regierungen heranzuziehen und zu schlussfolgern, dass diese »abgestraft« würden, weil sie ihre Hausaufgaben nicht gemacht hätten, wie dies oft in der öffentlichen Diskussion geschieht. Vor der Krise haben die Marktteilnehmer Risiken in vielen Ländern unterbewertet. Seit Mitte 2010 bewerteten sie sie (u.a. aufgrund der systemischen Risiken in der Eurozone und der Zweifel an ihrem Zusammenhalt) teilweise so hoch, dass die Risikoaufschläge auf Anleihen die Reformfähigkeit und -bereitschaft der Regierungen nicht reflektieren.

Die aufgezeigten Entwicklungen sind eher ein weiterer Indikator dafür, dass sich selbst erfüllende Prophezeiungen die Krise treiben (siehe SWP Research Paper 11/2011). Sie lassen erkennen, dass es nicht nur sogenannte »bank runs« gibt, bei denen Anleger panikartig ihr Geld von Banken abziehen, sondern auch »sovereign runs«, bei denen gleichsam wie unter einem Herdentrieb Geld aus Staatsanleihen abgezogen wird.

Solchen Entwicklungen kann man nur mit marktberuhigenden Maßnahmen auf europäischer Ebene gegensteuern, etwa durch eine Reduzierung der Zinslast im Rahmen von OMT und EFSF/ESM-Hilfsprogrammen und durch Schritte zur Überwindung der Bankenkrise. Darüber hinaus

Tabelle

IWF-Bewertung von Reformbemühungen bis Mitte 2012

Land	Reformbemühungen erfüllen Erwartungen von IWF	Zinsen auf Staatsanleihen (10 Jahre) im Juli 2012	Vom IWF angeführte Gründe für das Zinsniveau
Portugal	✓ Voll erfüllt (Struktur- und Fiskal-reformen). Lobt starken Rückhalt für Reformen in der Bevölkerung.	10,94%	– Eurozonen-Risiko – Rezession schlimmer als erwartet: gefährdet Budgetziele
Irland	✓ Voll erfüllt (Struktur- und Fiskal-reformen). Lobt starken Rückhalt für Reformen innerhalb der Bevölkerung.	6,12%	– Eurozonen-Risiko
Spanien	✓ Sehr guter Start (Struktur- und Fiskal-reformen).	6,79%	– Eurozonen-Risiko – Starke Rezession
Italien	✓ Sehr guter Start (Struktur- und Fiskal-reformen), weiterhin strikte Implementierung nötig.	6,0%	– Eurozonen-Risiko – Rezession

Quelle: Eigene Zusammenstellung basierend auf den IWF-Länderberichten, 2012.

müssen die Staaten ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Dazu werden unter anderem Reformen im Arbeitsmarkt und Investitionen in Forschung und Entwicklung nötig sein. Vor allem in Europas Süden gilt es den Exportsektor zu stärken, der besonders auch von einer größeren Nachfrage in Europas Norden profitieren würde.

Dabei ist allerdings auch Vorsicht geboten. Denn ein Übermaß an harten Reformen in einer Rezession kann die Situation noch verschlimmern und somit kontraproduktiv wirken.

Weitere Maßnahmen ergreifen

Neben der Schaffung der Hilfsmechanismen EFSF und ESM ist das OMT-Programm der EZB kurzfristig ein entscheidender Faktor, mit dem sich verhindern lässt, dass Krisenprophezeiungen sich selbst erfüllen. Eine Bankenunion wäre eine essentielle Maßnahme, um den prekären Konnex zwischen hoher Staatsverschuldung und den Privatbanken aufzubrechen. Banken wären in einer solchen Union weniger anfällig für Schuldenkrisen ihres Heimatstaates, außerdem ließen sich Kreditklemmen vermeiden.

Einen wichtigen Beitrag könnte neben der geplanten europäischen Banken-aufsicht auch eine europäische Einlagen-sicherung und ein Bankenauffang- und Restrukturierungsfonds leisten. Konkret ist die Bereinigung des Bankensektors voranzutreiben, indem unter anderem weitere Schritte zur direkten Rekapitalisierung von Banken durch den ESM unternommen werden. Dabei gilt es sicherzustellen, dass überlebensfähige Institutionen umstrukturiert werden und ein überzeugendes Konzept zur Auflösung systemrelevanter Finanzinstitutionen entwickelt wird, wenn ihre Überlebensfähigkeit in Zweifel steht.

Eine weitere Maßnahme, mit der sich die beschriebene Negativ-Spirale durchbrechen ließe, wäre die Schaffung eines Schuldentilgungsfonds, wie ihn der Sachverständigenrat vorgeschlagen hat. Ein solcher Fonds könnte dabei helfen, eine übermäßige Verschuldung von über 60 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung auf Basis einer gemeinsamen Haftung über einen Zeitraum von 20 bis 25 Jahren abzubauen.

Ebenso wie Eurobonds könnte ein Schuldentilgungsfonds die Gefahr vermindern, dass sich Krisenprophezeiungen bei über-

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2012
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren wieder

SWP
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364

trieben negativen Markterwartungen selbst erfüllen. Die Einführung derartiger Instrumente kann Anreizprobleme (sogenannte Moral-Hazard-Probleme) mit sich bringen, wenn das Risiko, dass Staaten nur unzureichende Reformschritte machen, nicht hinreichend ausbalanciert wird. Es gibt mittlerweile eine Vielzahl von Vorschlägen, wie nationale Regierungen zu Reformen angehalten werden können, indem gegenseitige ebenso wie europäische Kontrollen und Sanktionsmöglichkeiten gestärkt werden und Marktmechanismen dafür sorgen, dass relevante Restrisiken bei den Staaten bleiben. Die Darstellung, es gehe entweder um Marktdisziplin oder um ein »blindes« Vergemeinschaften von Schulden, greift zu kurz. Eine Einschränkung nationaler Souveränität in den Kernbereichen der Wirtschafts- und Haushaltspolitik erfordert jedoch demokratisch legitimierte Kontrollmechanismen auf EU-Ebene und damit eine Vertiefung der politischen Integration.

Auf europäischer Ebene ließe sich somit sicherstellen, dass mittelfristig notwendige Fortschritte beim staatlichen Schuldenabbau erzielt und Strukturreformen durchgeführt werden, die Ungleichgewichte abbauen und Wachstum fördern. Gestützt werden müssen diese Reformen durch eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik und dadurch, dass die Europäische Zentralbank die Versorgung des Bankensystems mit ausreichender Liquidität gewährleistet.

Zweierlei dürfte der Verlauf der Krise seit 2010 indes gezeigt haben. Erstens sorgen kleine Teillösungen bei einer sich selbst erfüllenden Krisenprophezeiung allenfalls für eine temporäre Entlastung. Die Politik der kleinen Schritte bietet die Möglichkeit, eine Drohkulisse aufrechtzuerhalten und nationale Reformen einzufordern. Diese Politik wird aber mit einem höheren Preis für die Gesamttrettung erkaufte.

Zweitens sind nach wie vor europäische Lösungen gefragt, da es kaum möglich sein dürfte, dass Länder aus eigener Kraft der beschriebenen Spirale entkommen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Investoren, wie dies derzeit geschieht, ein Aus-

einanderbrechen der Eurozone in die Bewertung von Staatsanleihen einpreisen, weil sie daran zweifeln, dass der politische Wille stark genug ist, alles Notwendige zu tun, um den Zusammenhalt der Eurozone zu bewahren. Insofern ist der Druck auf die Staats- und Regierungschefs groß, beim EU-Gipfel im Dezember 2012 substantielle Integrationsschritte in Richtung Schaffung bzw. Vertiefung der Banken- und Fiskalunion zu beschließen.